

最近における西ドイツ金融政策の概観

目 次

1. は し が き
2. 正統的金融政策とその失敗
 - (1) 高金利政策とその国内的矛盾
 - (2) 西ドイツの引締めと国際的波紋
3. 金融政策の転換とマルク切上げ
 - (1) 緩和政策への転換
 - (2) マルク切上げの金融政策的意味
 - (3) 国際金融情勢の動揺と金融政策
4. 経済基調転換に伴う金融政策の弾力的運用
 - (1) 内外情勢の基調変化
 - (2) 金融政策面での弾力的運用
5. 短資移動対策とその特色
6. むすび—若干の教訓
 - (1) 金融政策の多角的、弾力的運用
 - (2) 金融政策の限界
 - (3) 金融政策と政策体制

1. は し が き

交換性回復後の欧米諸国の経済政策は単に自国内の経済情勢のみを注視してこれに対処するだけでは済まされなくなり、常にみずからをとりまく国際経済情勢に留意してその影響を利用または排除する必要が高まってきた。とくにその点で最も敏感な国際的感覚を要求されるのは金融政策の運営である。

国際的な資金交流の規模が拡大するに伴って、国内経済動向と国際収支との関係についてはおのずから1950年代のそれとは異なった問題点がでてきた。米国における景気後退下の国際収支赤字(1960年)、西ドイツにおける国際収支の構造的黒字継続期の国内インフレの高進(1959～61年)、ならびにその後の国際収支悪化期の景気停滞(1961～62年)などがその好例である。このような情勢に直面した場合、中央銀行はこれまでのように、一

単に国内情勢だけに注目した引締め、緩和、つまり封鎖体系下の景気調整策のみに依存することは許されず、複雑な対内・対外情勢の双方に対処するために、一見非オーソドックスな政策方向をとらざるを得なくなる。

このような新たな体験は、しかしながら、中央銀行の政策的思考の面に大きな変化をもたらし、これとともに政策手段やその運営面においても多くの進歩をもたらした。1959年から現在に至る西ドイツ金融政策にもその典型を見出すことができる。この時期におけるブンデスバンクの金融政策は、今日の目からみれば必ずしも完全とはいえない面が残るが、複雑な内外経済情勢に対処して一応ベストを尽くしたものと評価される。もとより西ドイツの政策的体験には、同国の特殊的な経済環境に基づいた面も少なくはないが、しかし、われわれは西ドイツ金融政策の跡をたどることによって、こうした特殊性をこえた問題、つまり自由化以後の複雑化した経済環境の下における金融政策上の新たな問題について多くの貴重な教訓と示唆とを学びとることができると考える。

2. 正統的金融政策とその失敗

(1) 高金利政策とその国内的矛盾

1959年以来西ドイツ経済は好況局面を迎えつつあったが同年夏ころより建築部門に部分的過熱兆候がみられ、さらに同年後半以降は産業部門全般にわたって商品需給のひっ迫、引渡し期間の長期化、物価および賃金の騰勢などブーム化の様相が強まっていった。こうした情勢に対処し、ブンデスバンクとしては、「景気過熱を抑制するため金融引締め政策を弾力的かつ予防的に実施する」との趣旨から9月および10月の2回にわたり公定歩合を引き上げ(2.75%→4%)、11月には支払準備率の引上げ(13%→14.3%)を行なった。しかし一方

ではこうした金融引締めの結果内外金利差が拡大し、このため、金利裁定をねらった短資が西ドイツへ流入して引締め効果を妨げるという副作用を伴わざるを得なかった。これに対しブンデスバンクは対ドル先物為替市場へ介入して実質金利差の縮小に努め(1959年9月)、また非居住者預金準備率を引き上げ(14.3%→15.6%、1960年1月)るなどの措置を構じ、短資流入の抑制と外資流入に伴う国内金融緩和要因の吸収に努力した。しかしながら、西ドイツの貿易収支の黒字と資本流入はその後も依然続き、このため金・外貨準備は増加の一途をたどり、国内のインフレ圧力は増大した。このためブンデスバンクは引締め体制をいっそう強化する必要を感じ1960年5月に再び公定歩合を引き上げ(4%→5%)、同時にその対外的副作用(短資流入)を緩和するため非居住者預金に対する付利禁止、非居住者による短期証券の取得禁止など強力な措置をとるに至った。これらの諸手段の効果もあってその後の短資流入は著しく減少したがそれでもなお絶対量としては相当の流入が続いた。かかる情勢に対処してブンデスバンクは国内金融機関との米ドル・スワップ取引の優遇度合いを強化し1960年8月以降は1%(9月以降1.5%)のプレミアムを付すことによって、金融機関の短資輸出(主としてユーロ・ダラー市場への投資)の促進をはかったが、全体として資本の流入傾向を完全に抑制することはできなかった。他方国内景気抑制の面でも、前述のようなあいつぐ引締め措置にもかかわらず、生産水準は依然上昇し、国内景気はますますその過熱の度合いを強めていった。

以上が59年後半以降約1年間の西ドイツ金融政策の推移であった。この間の国内経済情勢は、信用拡大を伴う2年越しの投資景気が、商品および労働需給の激しい逼迫をもたらすという典型的な過剰投資ブームであったが、他方これが国際収支の構造的黒字と世界市場におけるマルクの異常な強調という特殊な対外要因を伴いつつ進行したというところに特色があった。したがってブンデ

スバンクが投資ブームの抑制を伝統的な金融引締めを通じて実現しようとすることはそれ自体は誤りではなかったが、それが外資流入を刺激し国際収支の構造的黒字をいっそう激化したのみか、国内流動性の過剰という金融引締めに逆行する結果を招いたという点に最大の矛盾があったわけである。

(2) 西ドイツの引締めと国際的波紋

上述のような西ドイツの経済情勢とこれに対する金融引締め政策は、対外的にもいろいろ大きな波紋を投げかけた。問題の焦点は、西ドイツに対する資本流入の激化が国際的な収支不均衡を一段と深め、とくに近隣諸国の対外準備に大きな圧迫要因となったことである。その好例がベルギーおよび英国の場合であって、1959年秋の西ドイツ公定歩合引上げを受けて前者は対外準備防衛のために同年末に公定歩合の引上げ(3.5→4%)を余儀なくされ、後者は翌年1月に同じく公定歩合の引上げ(4→5%)を行なわざるを得なかった。しかもこれら両国の当時の経済情勢は、必ずしも金融引締めを要するような状態になかったのである。

このような情勢の発展が、国際的レベルからも問題となるのは当然である。1960年2月に開かれたEEC蔵相会議ではEEC各国の金融政策の協調について検討が行なわれたが、とくに西ドイツの高金利政策に対してかなりの非難が集中した。この空気は同年9月のIMF総会に持ち越され、ヤコブソンおよび主要国代表は次々に西ドイツの恒常的な国際収支受超を批判し、後進国向け資本輸出を大規模に行なうことを勧告した。さらに1961年5月に公表されたEEC通貨評議会(金融問題に関する諮問機関)の年報は、「交換性が回復されたシステムの下では金利政策は国内景気対策という観点からのみでなく、国際均衡に対する影響をも考慮して運営されなくてはならない」と強調している。さらに同年報が明らかにしたところによると、1960年夏、同評議会は西ドイツの金融引締め政策の影響についてEEC委員会に報告を送り、西ドイツ経済と他国との間に構造的な不均衡

が存すること、したがってこの状態の下において西ドイツが高金利政策をとっても国際的不均衡をいっそう激化させるに過ぎないことを指摘している。当時関係国が西ドイツの金融政策をいかなる態度でみていたかは、これによって明らかである。要するに当時の情勢の下において、西ドイツ当局のとった正統的引締め政策は、対内・対外的両面から大きな矛盾につき当たっていたのである。

3. 金融政策の転換とマルク切上げ

(1) 緩和政策への転換

以上のような困難に対処し、1960年秋以降西ドイツの金融政策は引締めから緩和へと大きく転換した。すなわち公定歩合は11月および翌年1月の2回にわたって引き下げられ(5%→3.5%)、支払準備率も数度にわたって引き下げられた。一方対米ドル・スワップ・レートの特典幅が据置かれたため、金融機関余裕金の対外運用に対し強いインセンティブが与えられることになった。しかもこの間、国内景気情勢は前年来のブームに基調が依然続いており、むしろ激化の傾向をさ示していたのである。

ブームのさなかにおける緩和政策への転換、それは従来の金融常識では考えられないことであり、まさにコペルニクス的転換であった。しかし当時の西ドイツが当面していた複雑かつ困難な事態からみて、このような政策転換はむしろ当然の英断であったのである。

政策方向転換の理由について、当時のブンデスバンクは次のように説明している。「外国との間に構造的な金利差が存するかぎり、外貨流入により金融政策の国内景況に及ぼす影響力は制約される。今回の措置は当面外貨流入防止と、資本流出のための弁を開くことをねらいとするものであるが、長期的には西ドイツと外国との間の金利差を漸進的に解消させることを目的としたものである。」「低金利政策が国内景況に対する刺激効果を持つことは事実であるが、この危険を過大視してはならない。景気鎮静手段としては対外的均衡

に悪影響を及ぼさないような方策のみが有益であることを念頭に置くべきである。」つまりこの政策決定は、これに先立ついわゆる正統派的金融政策が招いた矛盾に対する根本的な反省に基づいている。その際前述したEEC通貨評議会その他海外の批判が大きな影響力をもったであろうことは想像に難くない。しかし当時のブンデスバンクが、対外的な配慮の下に国内均衡を犠牲にする政策方針に転じたものと解すべきではない。問題の焦点はそれまでの高金利政策が国際均衡を害し、さらに引締め本来の目的にも矛盾したという点かはっきり認識されるところにある。したがって逆に低金利政策を中心とした思い切った資本輸出政策に転ずることは対外均衡回復への道であると同時に、国内対策としても当然合理的な政策方向であったわけである。

(2) マルク切上げの金融政策的意味

上記の新政策によって資本輸出促進の効果はかなりあがった。市中金融機関の在外債権はその後急激な増加を示し(1960年9月末より1962年2月末までに22億マルク増加、これは金融機関預金量の2割強に当たる)、短資受払はネット流出超に転じた。しかしその反面では、貿易収支の黒字幅は依然拡大し、他方物価は過剰需要圧力(新規受注2月末前年同月比10%増)と賃金コストの上昇(2月末賃金指数前年同月比10.9%上昇)により依然根強い騰勢を続けていた。要するに低金利政策と資本輸出政策への転換は、正しい方向への第一歩前進ではあったが、当時としては決して十分な措置ではなかった。西ドイツの政策当局を苦しめてきた対外・対内両面の経済的な難局を開闢するためには、よりいっそう基本的な問題、つまり「構造的な不均衡」と呼ばれたマルク平価の不均衡是正が必要であった。

こうして西ドイツ政府は3月6日にいたり、遂にマルク切上げに踏み切ったのである。それは①貿易収支の構造的黒字そのものを基本的に是正し(国際収支改善効果)、②国内的に景気を再びコントロールする状態におき(国内安定効果)、③対

外的には国際流動性偏在を是正し、国際通貨情勢の安定に寄与する(国際協力効果)ことをねらったものであったことはいうまでもない。ただ経済政策手段としての為替平価の変更、とくに平価切上げのごとき政策は一般的にいっても容易に実行できることでない。とくに長年にわたって健全通貨の堅持を政策のプリンシプルとしてきた西ドイツ金融当局にとってはなおまらのことである。また国際均衡回復のためにたとえ為替平価調整の必要性が認められたとしても、それは健全政策に努力してきたドイツ国民の負担によって実現さるべきものでなく、インフレ政策によって不均衡の根因を作った諸外国の責任であるというもっともな不満もあった。こうして西ドイツ当局としても、マルク切上げに踏み切るまでには相当のちゅうちょと内部論議のための時間を要した。その間①為替管理を復活して西ドイツ金融市場を隔離して金融引締めを継続する②国際的協調の下で為替相場をいっせいに調整する案など、各種の方策が検討されたが、前者は交換性回復下の新情勢には適せず、また後者は米国がドルの平価を変更しないとの強い態度を表明していたために結局は断念せざるを得なかった。ブンデスバンクも当初マルク切上げには強く反対していたが、結局当時の情勢の下では、為替平価の変更以外に過剰流動性の膨張とそれに伴うインフレ圧力を救済できないという判断に立ちこれに同意したものと解されている。マルク切上げが果して正しかったかどうかは、なお後世の判断に待つべき問題を残しているが、いずれにせよブンデスバンクとしては、これによって金融政策が正常に機能しうる環境が整えられたのである。

(3) 国際経済情勢の動揺と金融政策

しかしマルク切上げによって、金融政策の運営がただちに容易になったわけではない。マルク切上げ幅(5%)が一般に予想されたものよりはるかに小幅だったため再切上げのルーマー発生(旧平価は実勢より10~15%の過小評価とみられていた)やこれに続くポンド危機で西ドイツへの短資

流入はかえって刺激され(マルク切上げ直後の3月6日から29日までの金・外貨準備は11億マルクの増加)、金融政策の運用はこれによって一時的にせよかえって困難になった。

かかる情勢に対してブンデスバンクの採用した政策は、まず対外的には当時バーゼル協定を中心としたポンド支援のための国際協力体制に積極的に参加することであり、一方国内面では、金融緩和をいっそう大胆に押し進め、短資流出促進方針を堅持することであった。こうしてマルク切上げ後3か月内に公定歩合は3.5%から3%に引き下げられ、さらに2回にわたる支払準備率の引下げおよび政府短期証券売却レートの5回に及ぶ引下げが行なわれた。

かかる金融緩和政策の浸透によって市中金融機関の対外余資運用は活発化し、在外債権残高は3月末の44億マルクから4月末には59億マルクに増加した。しかし反面貿易収支の黒字は容易に衰えず、また資本取引面でも、①西ドイツ企業の対外借入増加と②西ドイツ資本市場への外国投資増加により外貨流入が続いた。通貨当局の金・外貨準備はマルク切上げから4月末にかけて3.7億ドルの減少を示したが、その間における対米英債務期限前償還7.7億ドルを除けば実質4.3億ドル増加したことになる。

なお、このような国外からの資金流入に関しては、ブンデスバンクの緩和政策で短期金利は下がったが、資本市場に及ばず、中長期金利がほとんど下っていないという事実に注意する必要がある。これは資本市場の未整備など、西ドイツ特有の金融構造にも関係するが、政府の積極的な住宅建設促進策もその一因であったとされている。

いずれにしてもブンデスバンクは5月5日の公定歩合引上げとともに非居住者預金に対する支払準備率を引上げ(20%→30%)、短資流入抑制措置をさらに強化した。

こうして昨年夏を境に西ドイツに対する資本流入もようやく衰え、金融政策上の負担も漸次軽減されていった。しかもかかる改善については、西

ドイツ自体の上述した政策努力の成果であると同時にそれ以上に国際金融為替市場の安定、とくにポンド不安の鎮静化によってもたらされた点が多い。つまりマルク切上げ後の為替市場の安定やポンド支援のためにとられた国際協力は、英国のみならず西ドイツ経済の安定にも役立ったのである。

4. 経済基調転換に伴う金融政策の弾力的運用

(1) 内外情勢の基調変化

1961年の半ばごろから、西ドイツ経済はようやく基調変化の様相をみせはじめた。

たとえば金・外貨準備は1961年7月以降著しく減少基調に転じている。これは同年7月半ばの英国経済緊急対策によってポンドが立ち直りに向かったため、西ドイツへの逃避資金が英国へ還流しはじめたことにもよるが、多年大幅の黒字基調を続けた貿易収支が下半期以降の輸出伸び悩みと輸入膨脹によって悪化しはじめたことが主因である。

もちろんかかる貿易収支の変化はある程度まではマルク切上げ措置の効果とみるべきであり、そのかぎりにおいて西ドイツ当局の意図した目的に添ったものと考えられる。しかしながら問題は、切上げによって鈍化を予想された国内物価・賃金の上昇が依然衰えをみせず、その結果国際比価の悪化ひいては貿易収支の悪化が5%のマルク切上げ幅以上に進んだことにあった。結局西ドイツにおいては1959年以来進行しつつあったコスト・インフレの効果がマルクの切上げ前後を境として急激に表面化し、国内面では企業利潤の減少をもたらした、これが労働力不足とあいまって投資ならびに生産の上昇テンポを鈍化させ、対外面では輸出受注減少をもたらしたのである。とくに鉱工業生産の鈍化傾向が著しく、生産増加率は1960年の11%(前年比)から1961年第1・四半期10%、第2～第4四半期7.6%、1962年第1～第2・四半期2.4%(いずれも前年同期比)と、急激に鈍化した。

要するに1950年代を通じて西ドイツ経済に根強く潜在した対外的不均衡は、マルク切上げと激しいコスト・インフレを通じて是正されたという見方が成り立つわけであるがそうした均衡化の過程は、同時に西ドイツ経済の成長力が鈍化するという困難を伴わざるを得なかったという意味において、いっそう悲劇的であったといわなければならない。

一方金融市場の動向をみると、景気上昇のテンポが鈍化すれば、通常ならばそれだけ金融緩和要因となるはずであるが、1961年夏以降の西ドイツにおいては反対に若干の金融ひっ迫をもたらした。下表のごとく金融機関の流動性は漸次低下した。これは(i)貿易収支黒字幅の減少、ポンド立ち直りおよびベルリン問題を契機とする長短資本流出、ブンデスバンクのスワップ取引によって促進された金融機関の短資輸出継続などに基づく金・外貨準備減少と、(ii)賃金インフレによって企業利潤が減少して企業の自己金融比率が低下し外部資金依存度が増大したこと、(iii)季節的資金需要(西ドイツ国民の内外旅行資金)などに起因している。

金融機関流動性の増減(Δ)要因

(単位・億マルク)

| 区 分 | 市 場 要 因 | | | | | 政策的要因 | | | 流動性差引増減 |
|------------------|---------|-------|------|------|-------|--------|------|------|---------|
| | 現金 | 財政 | 外貨 | その他 | 小計 | 法定支払準備 | オペ | 再割 | |
| 1960年1月～10月 | △7.5 | △38.7 | 79.9 | 1.8 | 35.5 | △44.2 | △8.9 | 11.0 | △6.6 |
| 1960年11月～1961年6月 | △10.9 | △64.3 | 71.3 | 2.9 | 1.0 | 18.9 | △6.2 | 12.0 | 23.7 |
| 1961年7月～12月 | △23.5 | △1.9 | 11.9 | △0.6 | △14.1 | 15.2 | 1.4 | 4.1 | 6.6 |
| 1962年1月～6月 | 1.8 | △17.2 | 3.5 | 1.1 | △10.8 | △4.0 | 7.1 | 0.6 | △7.1 |

(2) 金融政策面での弾力的運用

このように成長鈍化およびコスト・インフレ進行下の金融ひっ迫という困難な事態を前にしたブンデスバンクの立場は著しく微妙なものであった。このためブンデスバンクとしては次のごとく金融ひっ迫の個々の原因に対応した多様な対策を採用してこれに対処することになった。

(i) 支払準備率の弾力的運用

1961年4月以降年末にかけて7回にわたり5.2

%の支払準備率引下げを行なった。これは季節的な財政揚超や現金通貨流出に伴う金融ひっ迫要因をオフセットしようとしたものであり、景気に対しては中立的な性格のものであった。

(四) 資本輸出政策の弾力的調整

ブンデスバンクのスワップ政策により金融機関の在外債権残高はピーク時(1962年2月)73億マルクに上ったが、その後金・外貨準備累積基調が逆転し国内流動性が不足するに及んでは、ブンデスバンクとしても徐々に資本輸出優遇の度合いを縮小する方針に転換した。1961年8月以降のスワップ最低期間延長(2週間より1ヵ月へ)およびその後のスワップ取引優遇度の引下げ(スワップ条件は1961年8月以降ディスカウントに転換し漸次その幅を拡大、ただし年末などの季節的な短資還流期には臨時のディスカウント幅縮小もみられた)、ならびに短期証券売却レート引上げなどがそれぞれあり、これら一連の措置によって金融機関が資本輸出を行なう場合の利ざやが次第に縮小され、逆に在外債権の引揚げが促進されていった。他方これと並んで1962年2月以降非居住者預金に対する支払準備率は居住者に対すると同率に引き下げられ、5月以降非居住者定期預金に対する付利禁止も解除された。

(五) 成長鈍化およびコスト・インフレ対策

投資・生産・受注面で景気上昇鈍化の兆候がはっきりとうかがわれたにもかかわらず、物価、賃金面では依然インフレ傾向が顕著な状態にある際、ブンデスバンクがいかなる景気対策を講ずべきかは議論の分かれるところであった。結局ブンデスバンクとしては現在の景気の動面がいまだに高水準にある点、およびコスト・インフレ圧力が依然強く働いている点を重視して、景気支持のための金融措置は採用せず、上述のごとく対外取引が現金需給などによる市場ひっ迫要因を弾力的に調整(吸収)する程度の政策方針にとどめている。この意味でも、最近のブンデスバンクの金融政策は景気に対して中立的態度をとっているともいえる。

コスト・インフレの脅威が増大しつつあるにも

かわらず、ブンデスバンクがその抑制のための積極的な引締めに乗り出そうとはしなかった理由を、ブレッシング総裁は本年4月6日の演説において次のとおり説明している。

「需要インフレでもコスト・インフレでも最終的には信用拡大なしには起こり得ないという考え方は疑いなく正しい。コスト・インフレの場合も労賃上昇に必要な資金が供給される場合にかぎり、平均的な生産性の伸びを上回る賃金騰貴が可能となる。したがってコスト・インフレといえども信用引締めが十分厳格に行なわれれば防止できる。」「しかし賃金インフレ阻止のために金融政策のみを使用する場合には大量の失業を生ずるまで金融政策の手綱を絞り続けなければならないが、このような中央銀行のやり方は国際収支の観点からは可能なりとしても、他の観点からは強い批判を受けるであろう。」金融政策のみでコスト・インフレに立ち向かうことはできないのである。

一方ブレッシング総裁は本年6月27日の演説においては、近年における米国物価の安定と現在および将来における西欧の成長率鈍化の傾向を指摘し、これによって戦後久しきにわたった世界的なクリーピング・インフレーションの時代は終末を迎えつつあることを強調するとともに、この段階において西ドイツのみが物価・賃金上昇を続けるならばやがては輸出減少、輸入増大による国内物価上昇抑制、企業利潤減退による投資誘因縮小などによって産業活動の停滞を呼び起こし、これによって賃上げ要求も阻止される可能性ある旨を警告している。もっともその間において金融政策がいかなる役割を演ずべきかについてはくわしくは展開されておらず、コスト・インフレ回避という問題は未解決のまま残っているといつてよからう。

5. 短資移動対策とその特色

このように2ヵ年にわたる西ドイツの金融政策は、対内均衡と対外均衡の同時達成という複雑な

課題と取り組みながらそのときどきの情勢に応じて弾力的に運用されてきたが、その間にあって伝統的な金融3政策(公定歩合・支払準備率・公開市場操作)を中心とした狭義の政策手段を補完する強力な武器として用いられた独特の短資移動対策があったことは銘記に値する。この一連の諸政策(短資流入抑制および流出促進策)は、その斬新性において内外の注視を集めたのみならず、その効果においても少なくとも伝統的な金融政策の弱点の相当部分をカバーし、交換性回復後の新たな情勢に対処する金融政策の一典型を示したものであることは否定できない。ここでは西ドイツ当局のとった短資移動対策のおもなものについて、多少細かい検討を加えてみたい。

短資流入抑制のため西ドイツで実施された政策としては、まず、非居住者預金に対する特別準備率の設定、同じく預金金利の規制および非居住者の政府短期証券購入制限などの措置があげられるが、そのうち金融技術的に興味をひくのは非居住者預金準備率制度であろう。これは1957年5月に創設されたもので、一般国内預金よりも高率の準備義務を課すことによって金融機関の短資受入れを間接的に規制しようとするものであるが、この措置は短資流入の激化する度にしばしば法定最高率(要求払預金30%、定期預金20%、貯蓄預金10%)まで引き上げられた。また状況に応じて制度の内容も改正されており、たとえば1960年夏から1961年春にかけては、準備義務決定上基礎となる対外負債の算定上①西ドイツ企業の外国借入に対して市中銀行が与えた債務保証額をこれに算入し、②逆に市中銀行が有する在外債権(すなわち資本輸出)をこれから控除するなど、キメの細かい運用をはかっている。この結果たとえば最高時(1961年夏)の非居住者預金準備額は10億マルク前後(総預金準備額の約1割)に達し市中銀行の短資取入れ意欲に大きな影響を与える一方、外資流入に伴う国内の過剰流動性吸収の面でも少なからぬ効果をあげたとみられる。

もっとも当時必要とされた短資対策としては、

このような流入防止策だけでは不十分であり、むしろより積極的な国内資本の輸出政策が必要であった。この短資流出促進策の中心となったものが1959年初に導入された米ドル・スワップ操作である。これはブンデスバンクが市中銀行に対し市場よりは有利なレートで(市場よりは先物ディスカウントの幅を小さくして)、先物米ドル(1～3ヵ月物、その後1～6ヵ月物または2～6ヵ月物に変更)のカバー取引に応ずることにより、市中銀行が手持ちマルクをドルに替えて对外投资に運用しやすいようこれを奨励することを主目的とするものであった(一時は市中銀行が輸入金融に使用することも認められた)。これによりブンデスバンクは国内金融市場の流動性の低下と金・外貨準備の対外流出とをあわせ達成しうるわけである。

スワップ取引の条件(期間およびレート)は情勢に応じてきわめて頻繁に変更されたが、とくに1959年秋に公定歩合引上げが行なわれた後は激増する短資流入への対抗上、ブンデスバンクはそのスワップ・レートを完全に市場実勢より遊離させる方針を採用し、しばしば直先パーあるいは先物にプレミアムがつく程の助成策(実質的には補助金交付を意味する)を実施した。1961年秋以降国内景気および国際収支の基調が転換して後はスワップ・レートも再び市場実勢に近づけられ、それだけ市中銀行の短資輸出意欲もそがれつつあるが、依然西ドイツおよび国際金融市場での短資移動の大きな誘因となっていることは変わらない。この操作によるブンデスバンクのスワップ残高はピーク時(1961年8月および1962年1月)には40億マル

スワップ取引による市中銀行の利益

| 区 分 | 1960年 11月 | 1962年 8月 |
|------------------------------|--------------|-------------|
| 西独TB3ヵ月物金利(A) | 4 % | 2.375% |
| ロンドン・ユーロ・ダラー 3ヵ月物金利(B) | 4.25% | 3.875% |
| 金 利 差 (C=B-A) | 0.25% | 1.5 % |
| スワップ・プレミアムまたは ディスカウント (D) | 1.5 % | 0.75 % |
| 先物カバー後の実質金利差 (C+D) | 1.75% | 0.75 % |

ク(金・外貨準備の15~16%)前後に達している。

かかるスワップ操作は、公定歩合および支払準備率操作とともにきわめて総合的かつ有機的に運用された。たとえば1959年秋公定歩合引上げの際はその対外的副作用(短資流入)減殺のためスワップ優遇度も引き上げられた。また1960年秋のスワップ優遇度引上げの効果は、これに続いた公定歩合引下げおよび支払準備率引下げによって著しく強化された。これらの期間を通じてのブンデスバンクの政策的実験によって、「対外面での金利政策の代替手段」または「外貨を材料にした売オペレーション」としてのこのスワップ政策の評価が定まったものとみてよいであろう。また昨年末から本年にかけて西ドイツ経済の基調転換後の中立的金融政策は、伝統的3政策よりもこの先物スワップ政策の弾力的運用を中心としているといつてさしつかえないであろう。

6. むすび—若干の教訓

以上が1959年秋から現在に至る西ドイツ金融政策の発展と問題点についての概観である。その中には当時の西ドイツを巡る特種な経済環境ないしは同国特有の制度的条件などの所産とみられるべき側面もかなり含まれているが、同時にその間の金融政策上の諸体験や当局が直面した政策上の問題の中には、他国においても学びとられるべき教訓が決して少なくないのである。そのおもな点につき考察を加えて本稿の結びとしよう。

(1) 金融政策の多角的、弾力的運用

金融・証券・為替の3市場にまたがる金融政策の多角的運用は近年の欧米諸国における著しい特色をなしているが、西ドイツもその例外ではない。上述のように、ブンデスバンクは公定歩合政策のほかに、支払準備率、短期証券売却、為替取引操作などの多様な手段を用い、しかもこれらが総合的に、かつきわめて弾力的に活用された。1959年9月から本年8月までの3年間に、公定歩合の変更は6回、支払準備率変更は15回、為替スワップ取引条件の改訂は23回、短期証券売却レ-

ットの変更は31回に上っている。

交換性回復後は、国内経済の調整のみならず活発化した対外資本取引ならびにその影響をいかに調節するかが、金融政策の大きな課題となったが、この場合ある種の政策手段とくに金利政策は、対外経済情勢に他の政策手段よりもいっそう強くかつ直接的な影響を与える。このことは金利政策の重要性を一段と加重した反面、その自由な行使を制約する条件ともなった。今回金融当局が、その複雑な政策的課題を果たすために金利政策のほかに多様な政策手段を準備し、これを状況に応じて多角的かつ弾力的に行使しようとしているのは当然のことであろう。

ただこのような各種の政策技術を具体的にいかに関運用するかは、その国の金融経済情勢のいかんによることであって、それを無視した抽象的、劃一的な解釈は危険である。たとえば金利政策が無効化したかのようにいわれることがあるが、西ドイツの例からもわかるように決してそうではない。対外均衡を無視した国内本位の公定歩合引上げは失敗したが、その後の西ドイツの資本輸出政策という基本課題は、公定歩合を中心とした低金利政策によって推進されている。ただ為替思惑の盛んな状況の下では、公定歩合の引下げはさらに直接の資本取引調整措置によって補強される必要があったこと、さらに思惑人氣が一巡した後には、そのときどきの金融市場の需給調節のためによりキメの細かい流動性調節が必要となり、しかもこれが市中の対外ポジションを調節することによつて可能であったがゆえに、スワップ操作が活用されたのである。なお為替操作は、西ドイツのように短期市場の発達しない国では、公開市場操作に代位しうる弾力的政策手段であることにも注意する必要がある。

(2) 金融政策の限界

以上のような政策手段の多角的弾力的運用にもかかわらず金融政策が国内インフレの抑制に万能薬的な力を発揮し得なかったことは明らかである。障害となる第一の要因は、マルク平価がその

実勢と遊離していたという「構造的不均衡」が存在していた点にある。かかる根本的な不均衡が存在する場合「もし為替平価が不変のままであったならば、西ドイツ経済に必然的に要請される対外均衡の回復は西ドイツの物価水準の上昇という形をとらざるを得ないだろう（E E C通貨評価議会1961年年報）」。このような不均衡のゆえに慢性的な黒字が続き、さらにこれが為替思惑を誘発するような状況の下においては、国内インフレや短資移動の攪乱的影響を、金融政策だけの力で十分阻止することはできない。すでにみたように、この基本的不均衡は「不十分なマルク切上げ」とこれを補う国内賃金インフレの形で調整されざるを得なかったのである。

第二には、西ドイツにおけるインフレ防止に対する一般経済政策面での協力が必ずしも十分ではなかったことがあげられる。プレッシング総裁の力説するとおり「金融政策は一国の経済政策の一部にすぎず、需要インフレ・ブームを抑制する必要がある時に財政政策および一般的な経済政策が金融政策と協調しない場合には金融政策は負担過重となる」のである。

第三には国際通貨秩序の不安定があり、キーカレンシーに対する不安の存在があるかぎり投機的ホット・マネーが横行し、これが金融政策の円滑な運営を阻止したものである。たとえばマルク切上げ後の為替不安と思惑資金の流入は、ドイツの国内措置よりも、その後各国が協力して行なったポンド支援と英国自身の資金引締めによって、はじめて解消したことはその好例である。

第四には、低金利による資本輸出策を阻害した要因として、西ドイツ資本市場の脆弱性があったことも、すでに指摘したとおりである。自由化後の複雑な国際金融情勢に対処するためには、弾力的な政策態度と並んで、国内金融、資本市場の整備が重要な課題であることを教えるものである。

(3) 金融政策と政策体制

以上にみてきたように、過去3年間の西ドイツ

の金融政策は非常な苦難の連続であった。その間交換性回復後の新たな情勢の変化に対する適応の過程で政策上の大きな誤りもあったし、金融政策の枠をこえた大きな制約もあった。しかしこの間のブンデスバンク当局は、国内景気の調整と国際均衡の達成のために多大の努力を払い、与えられた条件の下ではおそらく最大の成果をあげてきたといっているだろう。60年秋における緩和政策への思い切った転換、積極的な資本輸出促進策のためのいくつかの新機軸、さらにはその後の為替操作と金融政策との一元的運用を通ずる弾力的政策調整などは、いずれもその例証であろう。

周知のように、ブンデスバンクは米国連邦準備制度と並んで金融政策の運営上最も強い独立性を保障された中央銀行である。この困難な転換期に対処して、西ドイツ金融政策のあげた以上のような成果は、ブンデスバンクの政策上の地位と、これに基づく当局者の強い責任観念と努力との所産であることを見落してはならない。この点は個々の手段の運用体制の上にも現われている。すでにみたように、現在の先物スワップなど為替操作は、日常ひんばんに用いられる政策技術として今日の西ドイツ金融政策手段の中心的存在となった。しかも西ドイツでは対外準備はすべてブンデスバンクに集中され、同行はこれをまったくその責任で自主的に運営できる立場にある。このような政策体制が前述の為替市場操作が円滑に行なわれる有力な基礎であることは論をまたない。米国連邦準備制度が最近各国中央銀行と結びつつある通貨持ち合いのためのスワップ協定の例をひくまでもなく、中央銀行が行なう対外為替操作は現在の国際金融調整の基軸となったといつて過言ではないであろう。西ドイツの事例は、交換性回復後の新たな国際金融情勢の中で、中央銀行がになうべき政策責任と政策体制のあり方に対して、あらためて重要な示唆を与えているといわなければならない。